

業績予想と経営者によるノイズ・情報生産

伊 藤 祐

目 次

はじめに

1. 経営目標と業績予想 —最近の状況—
2. 業績予想の開示方法と問題点
3. ノイズとしての業績予想開示の意義
4. 事例研究

おわりに

は じ め に

株式の価値は過去のデータによって評価されるのではなく、将来の見通しによって評価されるものである。将来の業績予想を誰が行うにせよ、予想を作成する作業の重要性は極めて大きい。株式公開企業の経営者が正確な業績予想を迅速に公開するべきであるのは当然と考えられることも多い。しかし、過去の経営成績や財政状態に比べ、将来の業績予想については現行の開示の程度が十分であるか否か、あるいは企業経営者がどこまで開示の義務を負うべきかについて、明確なコンセンサスが成立しているわけではない。実際のところ、すべての企業が業績予想を公表しているわけではない。また、公表された業績予想が株主・投資家から十分に信頼を受けているとは限らない。特に、一定の統一性ある会計原則に基づいて作成される過去の会計データに比べ、業績予想については、用いられる前提や予測手法のバラツキも大きいものと考えられる。もちろん、経営者が業績を正しく予想できるとも限らない。予想の精度の高さを求めるのが困難であるとして

も、その改訂の頻度には改善の余地があるかも知れない。その一方で、業績予想は株主以外の利害関係者の目にも触れ、従業員の勤労意欲に対する影響などを通じて経営成績に影響を与える可能性をもつ。業績予想を誰が、どのような形で発表するかによって、意義や効果には違いは生じないだろうか。本稿では、企業経営者が作成・開示する業績予想の意義について検討し、簡単な事例を示すことで、実証研究への展望もあわせて示したい。

1. 経営目標と業績予想 —最近の状況—

企業の発表する業績予想は、単なる予想に過ぎないとみることも可能であるが、一種の経営目標としてみることも可能である。わが国のほとんどの企業が業績予想を決算短信に記載し、企業内外に予想または目標を開示している。予想は中間期および通期分を単年度のみについて開示するのが一般的であり¹⁾、長期の予想は通常開示されない。項目としては、売上高、当期純利益、1株当たり予想当期純利益が掲載されるのが一般的であり、企業によってさらに経常利益または税引前利益のいずれかを選んで掲載しているようである。

その他の経営目標の開示については、具体的数値を伴うものは未だ不十分のようである。日本インベスター・リレーションズ協議会の『IR活動の実態調査』（第9回、2002年）によると、経営指標の目標値を開示する企業は64.6%ある²⁾が、これは「決算の見通しを適時開示」している企業の比率76.4%³⁾に比べて低い。また、経営目標として取り上げられる指標が統一されているわけではない。

1) TDKのように、中間連結業績予想のみ公表しないケースもある。

<http://www.tdk.co.jp/tjaab01/aab29012.pdf> を参照。

2) https://www.jira.or.jp/jira/jsp/html/jigyous/pdf/jittai_2002.pdf、p.3 参照。

3) 前掲、p. 6 参照。

うち、「ROE（株主資本利益率）」を挙げる企業が最も多い⁴⁾ものの、その比率は経営目標の値を開示する企業のうち65.8%にとどまっている（回答企業全体の約42%に相当）。このようにみると、現在のところ、決算見通しは短期の経営目標の開示としては重要性が高いといえよう。

一方、米国企業の業績予想の公表姿勢はまちまちであるとされる。多くの企業では、四半期の予想と通年の予想をそれぞれ公表しており、各四半期決算時点で通期予想の値の実現可能性についても言及している。一方、コカコーラは2002年12月、業績予想の公表を取りやめることを表明した⁵⁾。マクドナルドやペプシコなど、追隨の動きも続いた⁶⁾。こうした公表取りやめの動きは概ね、以下の理由によるものと考えられている。

- ①開示した短期業績予想に左右されず、長期の経営目標の達成をめざす経営方針への転換
- ②業績不振に伴い、業績予想開示に対して慎重な姿勢に転換
- ③業績予想に対する負のアーニング・サプライズが発生することによる株価下落に対して、株主から損害賠償を求める訴訟を起こされる懸念の高まり

実際、米国企業の2000年以降の四半期業績は、過去60年間で最も変動性が高い水準にあり、業績予想に対する信頼度はマーケットでも低下しているといわれる⁷⁾。企業経営者にとって、実現困難になりかねない業績予想を公開することで市場からの信頼が損なわれることが不利益に感じられたり、その予想の値に何らかの形で拘束され責任を取らされることを懸念したりすることは自然な成り行きであるといえよう。

4) その他「ROA（総資産利益率）」（目標値を開示する企業の39.6%）、自己資本比率（同33.7%）などがあげられている。前掲、p. 3 参照。

5) http://www2.coca-cola.com/presscenter/nr_20021213_corporate_strategic_approach.html 参照。

6) 2003年2月9日、日本経済新聞・6面記事参照。

7) *Wall Street Journal*, 01/21/2003 Page C1. 参照。

わが国においても業績予想の公表をとりやめる企業が現れている。たとえばデータベース・コミュニケーションズ株式会社（大証上場）は平成15年6月期より公表を取りやめることを明らかにしている⁸⁾。その一方で、業績予想の情報開示を求める圧力も高まりつつある。東京証券取引所は2002年3月、上場企業に対して業績予想の開示徹底を要請した⁹⁾。予想数値を開示するだけでなく、予想の根拠や前提条件などを文章による定性的情報で解説するよう求め、業績予想を示していない企業に対しては、開示できない理由を決算短信に掲載するよう求めた。特定の数値で通期の業績予想を示すのが難しいと判断した企業に対しては、既に一部企業が実施している数値に幅を持たせた予想や四半期ベースの予想を公表することも認めた。ただし、この要請には強制力がないため、今後、企業によって対応は分かれると思われる。

2. 業績予想の開示方法と問題点

(1) 直接的な業績予想開示の意義と問題点

業績予想の開示に対する姿勢が企業によってまちまちであることは上で見たとおりである。

Marcus and Wallace (1997) は、企業が自ら業績予想を直接的に開示することと固有の危険を次のように指摘している¹⁰⁾。

①業績予想は（企業のコントロールできない要因を除外したうえでの）企業の暗黙の約束とみなされる可能性がある。これは企業の信頼性を不安定に晒すかも知れないし、しばしば誤解される。

②予測がはずれると市場は過剰反応するかも知れないし、良いニュースも経営者が適

8) http://www.database.co.jp/gyoseki/pdf/200206_kobetu_gaiyou.pdf 参照。

9) http://www.tse.or.jp/news/200203/020329_c.pdf, および2002年3月28日日本経済新聞18面記事参照。

10) Marcus and Wallace (1997), p.122を参照。

切なフィードバックプログラムを持っていないならば株価は反応しないかも知れない。

③利益予想は経営者に新たな心理的負担をもたらし、その予想に合致するような操作にエネルギーを集中させることになるが、これは経営者の仕事とはいえない。

この懸念を反対に読めば、直接的な開示の意義を示すことができるであろう。

すなわち、①暗黙の約束を示すことにより、企業内外の信頼を得る、②必要な情報を適時開示することにより悪いニュースに対する市場の過剰反応を避けるとともに、良いニュースが株価に迅速に反映されるように情報の伝播に努める、③予想の実現・目標達成のための努力を前提とした実現可能な真の情報を株主に適時開示する、ということが直接的開示の意義といえるであろう。

（2） 間接的な業績予想開示の意義と問題点

反対に、業績予想をまったく開示しないことは企業にとって可能であろうか。

直接的開示を行わない場合にも現実には間接的に業績予想開示が行われているケースが多い。Marcus and Wallace (1997) は、次のように述べている¹¹⁾。

①優良企業は少なくとも業績の増減に関する短期の予測が可能であるはずで、どの企業も短期の予算計画は立てているはずである。

②もし経営陣が自分たち自身の予測を立てないなら、経営陣はアナリストに対して、その予測が許容範囲にあるか、高すぎか低すぎかを認めるというだけになる。

③アナリストの予測にコメントすることは、経営陣自身が予測を行うのとは異なる。

多くの株式公開企業は、企業外部の証券アナリストによって調査対象の1つとしてカバーされている。証券アナリストは独自に業績予想を行いながら企業経営者と情報交換を重ね、企業経営者はその見通しに対して何らかの形でコメントすることが多い。たとえばIBMは企業自身では具体的な業績予想数値を示さず、アナリストの予想に対して口頭で説明するスタイルを採っている¹²⁾。この場合、

11) 前掲、p.121。

12) ただし、「翌四半期の見通しは強気」という程度の情報提供は行っている。

<http://www.ibm.com/investor/1q03/1q03earnings.phtml> 参照。

アナリストを介在したインベスター・リレーションズ活動を通じて、企業が業績予想を間接的に開示していることになる。

この場合、予想を直接的に開示しないことにより、経営陣の責任を回避できるかどうかについては見方が分かれるであろう¹³⁾。「回避できる」という考え方を採るならば、証券アナリストによる予想は外部者が勝手に行うものであり、経営者の関知すべきものではなく、経営者はその数値に対して責任をもたないということになる。その結果、外部者による予想数値を実現するために経営者が割くエネルギーは、自ら作成した予想を実現するために割くエネルギーに比べて小さくなるであろう。この主張にはそれなりに説得力がある。しかし、アナリストによって形成されたこうした期待を企業に対する市場や株主からの「勝手な・過剰な期待」と切り捨て続けることは困難であろう。期待を長期的に裏切り続けるならば、株価の下落や資本調達機会の制約など、さまざまな経営上の困難が生じることは避けられないと思われる。業績予想の開示方法が直接的であれ間接的であれ、実際にアーニング・サプライズの発生によって株価が過剰反応して急落した場合、経営陣の責任がまったく問われないとは考えにくい。

また、間接的開示を行うだけでは、業績予想に関する企業のメッセージは市場には十分に伝わらないかも知れない。市場や投資家に対するアナリストの影響力はアナリストの能力や実績によって異なる。アナリストの所属する証券会社の力も無関係ではないだろう。企業にとって、自社をカバーするアナリストの質や数によっては、間接的開示だけでは不十分である可能性もあるだろう。

間接的な開示を行うことの別の利点の一つは、予測値が単一の数値として提供されるより、誤差を許容した予測値の「幅」として提供される可能性が高まることにある。これは、その企業をカバーするアナリストが複数である場合は特にそ

13) Marcus and Wallace は「責任を回避できる」見解に近いものと思われる。

の傾向を強めるであろう。業績予想を行うにあたって設ける前提条件はアナリストによって異なるのが一般的である。このため、ある者は強気、ある者は弱気というように複数のアナリストがそれぞれ単一の業績予想数値を提供するならば、企業が「幅をもたせた予想」を直接開示するのと同じ効果をもつことになる。

（3）業績予想の間接的開示と適時開示

また、継続的にアナリストに接触することで業績予想の間接的開示を行うことは、過去に直接的・間接的に公表した業績見通しの実質的訂正をタイムリーに行うことであるとも考えられる。企業はアナリストなどの取材を受け“足元の状況”を聞かれることが多い。『IR活動の実態調査』によれば、決算発表の合間に開示する見通し情報については、取材に答える形で“定性的に”見通しを開示している企業は全体の46%、同じく“定量的に”見通しを開示している企業が28.4%あるという¹⁴⁾。

アナリストを通じた業績予想の間接的開示は、一部アナリスト、あるいはその顧客である一部の投資家のみに情報伝達が限定される可能性があり、結果的に「開示の公平性」に抵触するリスクを伴う。このため、“見通しについては一切言及しない”という企業も約15%存在する¹⁵⁾。アナリストを通じた適時開示が行われないなら、企業自らが業績予想の改訂を直接、頻繁に行わない限り、将来見通しについての適時開示は全く行われないことになる。

（4）業績予想開示の課題

当然のことであるが、企業による直接的な公表であれ、アナリスト経由の間接

14) https://www.jira.or.jp/jira/jsp/html/jigyoku/pdf/jittai_2002.pdf, p.7参照。

15) 同上、参照。

的なものであれ、業績予想を開示する場合には、算出の根拠や前提が明確であり、その数値の達成に対する確信や企業全体での取り組み意欲や社内体制などが示されていることが重要である。北川（2000）は、常に前年度実績の2倍程度の利益達成計画を掲げ、それを会社の正式の予想として決算短信等に発表していた企業の例を紹介している。この企業の場合、強気のアナウンスメントを行った当初はその効果が株価に生じたものの、その後どのような予想を立てても株価が反応しなくなったという¹⁶⁾。このケースは、経営者の開示する業績予想に恣意的なバイアスがあり、かつ経営環境の変化に応じて業績予想をタイムリーに改訂しないことの問題点を示す代表例である。ただし、バイアスのかかった業績予想自体は、後でみるように全く無意味・有害であるとは限らない。

3. ノイズとしての業績予想開示の意義

(1) 業績予想とノイズ

企業経営者が業績予想を直接的・間接的に開示することは重要であると考えられるが、予想の開示という行為はさまざまな意味合いをもつ。

- ①経営陣が内外に対して一種の経営の目標数値を暗黙に約束する
- ②従業員等に企業の経営に対する強気・弱気の考え方が伝わることにより士気を鼓舞したり危機感を高めたりする（その逆の効果も考えられる）
- ③予想の値がタイムリーに改訂されていることにより、経営陣に対する信頼や関心を高めるとともに、企業の発行する証券の流動性を高める

ここでは、特に③の効果に注目したい。特に、企業の業績予想の改訂の頻度と、アナリストの業績予想が形成されるプロセスに注目する。

現実には、同じ企業を担当する証券アナリストたちはさまざまな業績予想を発

16) 北川（2000），p.126を参照。

表し、ノイズ・トレードの原因となることが知られている。同じ時点で複数の異なる予測値が共存するわけで、そのうち多くの予測値は、その時点で予想しうる真の情報から乖離しており、Black（1986）の「ノイズ」に相当することになる。Blackは「ノイズ取引とは、情報に対比されるものである。人々は時にはそれがあたかも情報であるかのように、ノイズに基づいて取引をする」と述べている¹⁷⁾。証券アナリストたちが異なる業績予想をさまざまな形で投資家に広め、それに基づいて「ノイズ・トレーダー」が取引を行うということは、多くのアナリストがノイズの源泉となっていることを意味している。もちろん、最終投資家自身もノイズを生産しうるが、アナリストやストラテジストがしばしば“Market Guru”と呼ばれるように、ノイズ生産に関してアナリストの果たす役割は大きい。このノイズは必ずしも有害と考えられているわけではない。Black自身、ノイズ・トレーダーの存在は、証券価格を真の価値から乖離させる可能性をもたらす一方で、市場の流動性を高めることを指摘している¹⁸⁾。

（2）ノイズの源泉としての経営者

一方で、経営者が直接開示したり、アナリストを通じて間接的に開示される業績予想の値が、正確で真実を反映している「情報」であるとは限らない。その理由として考えられるのは以下の可能性である。

- ①証券アナリスト、特にセルサイドアナリストは証券の売り推奨よりも買い推奨を行う傾向にあるため、企業の実力以上の業績予想の値を作成・公開する可能性をもつ。
- ②アナリストは、企業の公表する業績予想から何らかの影響を受ける可能性がある。最悪の場合、企業の発表を鵜呑みにする者の存在さえ否定できない。アナリストによる業績予測改訂は、企業の改訂の動きに遅れる可能性がある。
- ③経営者は外部のアナリストに比べて情報優位であり、不利な情報を隠蔽する傾向にある。このため、経営者が公表する予測値は、外部のアナリストのそれに比べて高め

17) Black（1986）および角田（2001）p.24を参照。

18) Black（1986）, p. 3を参照。

になる可能性がある（規制産業の場合には低めになる可能性がある）。

④経営者は、暗黙の約束としての業績予想は慎重に設定し、経営責任を厳しく追及されることを避ける。このため、経営者が公表する予測値は、外部のアナリストのそれに比べて低めになる可能性がある。

⑤企業は、業績予想の改訂に慎重・あるいは無関心であるかも知れない。企業の業績予想値改訂は、アナリストの予想改訂の後追いになる可能性がある。

⑥内部者の企業経営者といえども、業績予想の精度に関しては、多くの企業を分析し客観的立場で分析するアナリストに劣る可能性をもつ。または、経営者の能力がそもそも低い可能性も除外できない。この場合には、善意で誤った業績予想を開示する可能性がある。

①は証券アナリストの業務に関連したエージェンシー問題、③・④は経営者のエージェンシー問題であり、ファイナンスの先行研究においてもよく指摘されるものである。それぞれの要因は、予測値になんらかのバイアスを発生させる可能性をもつ。⑤は①・③・④の要因が複合的に関連しているとも考えられる。これらの誤った情報にもとづいて取引する投資家が存在するなら、これらはノイズとして市場に影響を及ぼすことになる。いずれにしても、③以降についてみると、経営者がノイズの源泉となる可能性が大きいことがわかる。以下ではこれらの経営者の創出するノイズに注目する。

まず、企業経営者は自社の業績予想について、意図的に、あるいは知らず知らずのうちに誤った情報を提供する可能性がある。経営者が誤った業績予想を行う可能性は小さくない。もちろん、誰が業績予想を作成しようと、確率的な誤差が伴うのは当然である。しかし、ここではそれ以外に、経営者ならではのバイアスが生じる可能性を指摘しておきたい。たとえば、企業内部・組織内部の情報伝達の仕組みに問題があるケースは少なくない。企業内部の部門それぞれがプレゼンスを高めようとしたり予算獲得競争を行ったりする結果、過剰な投資プロジェクト計画の推進を試み、それを反映した強気すぎる見通しが企業内部で共有され、最終的に経営者の業績予想が強気すぎる値をとる可能性がある。ファイナンス理

論における先行研究の多くでは、経営者は内部者として予想利益の確率分布について真の情報を有していると仮定されることが多いが、複数の企業の情報を客観的に比較検討する外部のアナリストのほうが、むしろ真の値に近い業績予想が可能になるかも知れない。

一方、企業が誤った業績予想（＝ノイズ）を開示する場合、投資家の確信は、アナリストを通じて増幅・強化されるかも知れない¹⁹⁾。高橋（1994）は、「上場企業数の増加に証券アナリストの対応が質量両面で必ずしも十分ではない憾みがあり、会社側の予想は吟味されないまま、一人歩きしてしまうことも多い」と指摘している²⁰⁾。これは上に挙げた②の可能性に該当する。また、企業経営者が直接的に誤った見通しを提供しないまでも、多義的に解釈されうる定性的な見通しを提供することにより、アナリストの予想を攪乱し、アナリストのノイズ発信を誘発しているかも知れない。このように考えると、そもそも「真の値から乖離した情報」「真の値からの乖離を招く情報」という意味での「ノイズ」生産に占める企業経営者の役割は大きいものと考えられる。

（3） 経営者によるノイズの意義

では、経営者の創出する情報やノイズは流動性を高める効果をもたらすであろうか。Black の意味でのノイズ・トレーダーが存在意義をもつのは、多様な投資家が存在し流動性が高まると考えられるからである。一方、経営者が創出・開示するノイズは、直接的には多様な投資家の存在に貢献しないかも知れない。しかし、見通しをタイムリーに改訂することや、繰り返し見通しを強調することにより、市場の注目を招くかも知れない。このことは、後で行動ファイナンスとの関

19) 多くの粉飾決算のケースでは、過去の財務諸表データにとどまらず、企業の報告する「誤った（虚偽の）将来の見通し」を、アナリストたちが増幅して市場に伝達した可能性は大きい。

20) 高橋 元（1994）（吉村（1994所収））、p.24参照。

連で検討したい。

一方、暗黙の約束の性質を持つ経営見通しを市場に伝えることは、従業員の勤労意欲等にも影響を与えるかも知れない。たとえば次のような事例が考えられる。経営者はあるとき実現不可能とも思えるような高い目標を挙げ、従業員を叱咤激励する。あるときには状況以上に悲観的な見通しを示し、士気を引き締めるというケースが考えられる。経営者によって示されるこれらの見通しは、投資家の立場からみれば、当初はノイズに他ならない。経営者はこれらのノイズを状況に応じて使い分ける可能性があると考えられるが、どのようなノイズがどのような条件で現実の経営成績に影響を与えるかは興味深いテーマである。

（４） 行動ファイナンスとの関連

伝統的なコーポレート・ファイナンス理論では、「市場の効率性」を前提に財務戦略を考える。たとえば、標準的なテキストである Brealey and Myres (2000) では次の点が強調されている²¹⁾。

- ・財務担当者は証券は適正に価格付けされており、市場を出し抜くのは極めて困難であるということを前提に考えるべきである。
- ・通常を超えた株価上昇の後には、財務担当者は一般に債券よりも株式による資金調達を好むが、資金調達は過去の株価変動とは別に考えるべきである。

この立場では、市場による株価形成を重視する。セミ・ストロングフォームの効率的市場仮説（EMH）が成立するなら、公表された情報はすべて価格に反映されることになり、IR 活動を工夫するだけでは株価は影響を受けないことになる。支持者はマイノリティーではあるものの、仮にストロングフォームの EMH が成立すると仮定すれば、あらゆるインサイダー情報までが株価に反映されるわけであり、IR 活動はまったく株価に影響を与えないことになるだろう。いずれ

21) Brealey and Myres (2000), pp.392-393参照。

にせよ、IR 活動によって株価が影響を与えることは原則として想定されていない。証券アナリストの立場からも、IR 活動によって高株価を維持することに対して批判的な見方が示されることが多いようである²²⁾。

しかし、近年注目を集めている行動ファイナンス研究の発展により、市場の効率性に対する懐疑の念は強まりつつある。行動ファイナンスでは、市場のアノマリーに特に注目し、その原因を人間の認識・判断能力の限界や感情的要因に帰している。たとえば、Tversky and Kahneman (1974) は人間の簡便的意思決定方法をいくつか指摘している。ここでは「利用可能性の簡便法 (availability heuristic)」に注目したい。この簡便法は、「ニュースなどで接する機会の多い事象ほど、実際に発生する頻度が高いと判断される傾向」²³⁾に基づく意思決定方法である。これは、IR 活動の効果を評価するうえで注目すべき仮説である。もしもこの簡便法が実際に投資行動に多く適用されているのであれば、IR 活動によって企業の見通しに対する情報提供の頻度を増やすことや、あるときはその情報にバイアスをもたせることにより、株価水準や変動特性に何らかの影響を与える可能性が存在することになる。IR 活動によって短期的に株価を操作することは好ましくないとしても、もしも市場において IR に関連したアノマリーが存在し、それが理論的・実証的に持続可能であると考えられるのであれば、IR 活動によって高株価政策を採ることは企業経営者にとっても既存株主にとっても好ましいことになる。

4. 事 例 研 究

以下では、企業自身の業績予想、アナリストによる業績予想の値と改訂のタイ

22) たとえば北川（前掲）、pp.124-125参照。

23) 俊野雅司（2003）p.10および Tversky and Kahneman (1974) 参照。

ミング、現実の決算データとを比較することで、企業自身とアナリストとによってもたらされる情報やノイズについての研究の可能性を示したい。

（1） データ

観察対象は、東京証券取引所に上場する大手化学A社、大手電気機器メーカーB社、大手流通会社C社である。比較対象としたデータは単独決算における売上高である。この項目に注目したのは以下の理由による。

- ①単独決算の値には連結決算に比べて操作可能性がある分、企業経営者がその達成を目指す程度も強い可能性がある。
- ②予想利益を算出する基礎として、売上高の予想は極めて重要な要因であり、企業の側も、アナリストの側もこの数値の予測に注力していると考えられる。

データ出所は野村総合研究所のDataLineである。アナリスト側の予想値は野村総合研究所自身のものである²⁴⁾。企業自身の業績予想については、決算短信およびそれ以外の会社発表資料に基づくデータがDataLineに収録されている。

（2） データの要約

表1でA社についてみると、96/03期～98/03期の間は、アナリストによる予想の方が会社予想に比べ強気であるだけでなく、実績値（真の値）に近かった。ところが、2000/03期以降の決算期については、会社予想とアナリスト予想との間にほとんど乖離が存在しない。予想発表のタイミングだけをみるとアナリストが会社予想に追随する形になっている。00/03期と01/03期は当初予想からの上方修正、02/03期は下方修正となっており、事前の予想にバイアスがあったかどうか

24) 当然、アナリストによる業績予想にバラツキがあることを考慮すれば、一社のみ
のアナリストによる予想データを会社側の業績予想データと比較するだけでは不十分である。理想では、各社のアナリスト予測を網羅したデータベースを利用することが望ましい。

表1 A社売上高増減に対する会社予想、アナリスト予想、実績値の比較

決算期	実績値	会社予想	野村予想	修正のタイミング
1996/3	+4.6%	95/5 : +2.4%	95/11 : +5.1%	中間期以前に野村は上方修正。中間期での会社の上方修正はわずかにとどまる。
1997/3	+5.8%	+2.1%	ほぼ真の値 +5.4%	野村の強気予想と会社側の慎重姿勢の差が持続
1998/3	+15.9%	1年前決算時 : +9.0% 中間期では上方修正せず、 97/11に上方修正 : +12.1%	1年前は会社と同じ。中間決算 で+15.1%	野村の上方修正が先行。
1999/3	+2.4%	+2.1%	+2.1%	野村の公開頻度は多いが、決算期内の 変更は会社・野村ともなし。
2000/3	+10.9%	99/5 : +2.3% 99/11 : +7.6%	99/6 : +2.3% 99/12 : +7.6%	野村が会社予想に1ヵ月遅れで追随
2001/3	+9.1%	00/05 : +6.5% 00/11 : +8.9%	00/06 : +6.5% 00/11 : +8.9%	6月は野村が会社予想に1ヵ月送れで 追随。
2002/3	+0.9%	01/05 : +5.2% 01/09 : +0.9%	01/05 : +3.0% 01/06 : +5.2% 01/09 : +0.9%	5月から6月に野村が会社の上方修正 に追随。9月の時点では同じ月に下方 修正。

表2 B社売上高増減に対する会社予想、アナリスト予想、実績値の比較

決算期	実績値	会社予想	野村予想	修正のタイミング
1996/3	0.0%	95/5 : -0.9% 95/10 : 0.0%	95/5 : -1.4% 95/8 : -2.0% 95/11 : -0.5%	野村が四半期ごとに細かく訂正するが、 会社予想・野村予想とも大きな差はな い
1997/3	+8.0%	96/5、96/10 : +3.6%	96/5 : +3.6% 97/3 : +5.8%	野村は期中8回予想を公表しているが 会社と横並びの数値が続く。97/3のみ 野村が上方修正。
1998/3	+1.6%	97/5、97/10 : +1.1%	97/6、97/8 : +1.7%、 97/11 : +1.1% 98/1 : 0.0%	野村が期中に5回予想を公表している が、会社予想との乖離はわずか。
1999/3	-5.7%	98/5 : +0.9% 98/10 : -4.6% 99/2 : -6.2%	98/5、98/8 : +0.5% 98/9、98/10 : +1.1% 98/11 : -5.4% 99/1 : -5.7% 99/2 : -6.2%	野村は期中に7回予想を公表している が、マイナス成長への予想改訂では会 社発表に1ヵ月遅れる。
2000/3	-1.0%	99/5 : +0.1% 99/10、00/2 : -1.7%	99/5、99/8 : -1.4% 99/11、00/1、00/3 : -1.9%	野村が期中5回予想を公表、一貫して マイナス成長を予想。
2001/3	+6.1%	00/5 : +1.0% 00/10 : +5.4%	00/5、00/8、00/10 : +0.9% 00/11、01/1 : +5.4% 01/2 : +1.0%	10月に会社側が上方修正、野村の改訂 は翌月に遅れる。01/2には野村が下方 修正したが、結果として誤った予測に。
2002/3	-19.3%	01/4 : -3.1% 01/10 : -16.6% 02/2 : -20.1%	01/5 : -5.2% 01/8 : -10.7% 01/10、01/11、02/1 : -12.7% 02/2 : -20.1%	01/8に野村が下方修正するが不十分、 01/10に会社側がより大幅に下方修正。 02/1の改訂で、両者同一水準の予想に 収束。

表3 C社売上高増減に対する会社予想、アナリスト予想、実績値の比較

決算期	実績値	会社予想	野村予想	修正のタイミング
1996/3	+7.8%	95/4 : +6.3% 95/10 : +8.1%	95/5,95/8 : +6.3% 95/11,96/3 : +8.1%	95/10に会社側の上方修正が1ヵ月先行
1997/3	+10.1%	96/4 : +5.1% 96/10, 97/1 : +9.0%	96/5,96/6 : +5.1% 96/7 : +7.3% 96/11 : +9.0% 97/1 : +9.8%	96/7に野村、96/10に会社側、97/1に野村が相手より高い値に上方修正。実績値はそれらを上回る値に。
1998/3	+8.9%	97/4 : +8.0% 97/10,98/2 : +8.8%	97/5,97/8,97/11,98/2 : +8.0%	97/10に会社側が単独で上方修正するが、程度はわずか
1999/3	+7.5%	98/4,98/10,99/2 : +5.9%	98/5,98/8,98/11,99/3 : +5.9%	期中の予測値は完全に横並び。野村の予想発表回数が1回上回る。
2000/3	+9.7%	99/4,99/9,99/10,00/2 : +7.4%	99/5 : +8.1% 99/9,99/12,00/3 : +9.1%	会社側の予想は期中一定。野村が99/9に上方修正した数値がより正確な予想
2001/3	+6.1%	00/4,00/10,01/2 : +7.0%	00/6,00/9,00/10,00/12 : +7.6% 01/3 : +7.0%	会社側の予想は期中一定。野村は頻繁に予想を発表するが、大きな変化はなし。
2002/3	+5.5%	01/4 : +6.7% 01/10,02/3 : +5.5%	01/4,01/6 : +6.7% 01/9 : +6.1% 01/10 : +5.5% 02/3 : +5.2%	野村が頻繁な予想発表の中で、01/9,01/10とわずかずつ下方修正、01/10には会社側の予測も同額に下方修正

は判断困難である。

この企業では、売上予想に関する「ノイズ」または「情報」は、かつてアナリスト主導で市場に提供されていたが、現在は企業経営者がその提供に果たす役割のほうが大きくなっている可能性があるといえる。また、業績予想の改訂を通じて、決算期に近い時点での予測値は、現実の値にかなり近づいており、会社側の予想値を「ノイズ」と呼ぶのは不適當であるかも知れない。しかし、予想改訂を行う前の当初予想（決算期末の1年前、あるいは半年前の予想）がどれほど妥当なものであったかについては検討の余地が残されている。

B社については表2にまとめてある。97/3期と02/3期の期中にはアナリストの予想改訂が先行しているものの、99/3期、01/3期および、02/3期の後半では会社側の予想改訂が先行する状況にあり、01/3期についてはアナリストが誤った改訂を行う結果になっている。A社、B社の状況だけから判断するならば、適時情報開示が求められる昨今の状況下において、企業の公表する業績予想が迅速に行わ

れる結果、企業によってはアナリストの予測が経営者側の業績予想改訂に追いつかない事態が生じているのではないかと考えられる。

同様に、表3でC社についてみると、アナリストと会社側それぞれの業績予想値の差はそれほど大きくなく、改訂のタイミングにも大きな違いはない。C社のケースは、流通業の多くで月次売上実績データが開示されているため、もともと会社予想とアナリスト予想とが大きく乖離しにくいという業種特性があるとも考えられる。

お わ り に

本稿では、企業の開示する業績予想の意義と実態について検討してきた。企業は業績予想を直接的または間接的な方法で開示することが可能であるが、今後の開示に対する姿勢は企業によって分かれる可能性がある。こうしたなか、企業が自ら開示する業績予想がアナリストの公表する業績予想に比べて正確性、改訂のタイミングなど、どのような特徴をもつのかは興味深い問題である。これを詳しく調べることにより、現実の企業業績や株価変動にどのような影響が及ぶかを議論することも可能になるであろう。大企業3社を観察した限りでは、企業の発表する業績予想とアナリストによる業績予想の改訂は連動する傾向があるが、その中で、近年企業側の改訂のタイミングがアナリストの改訂に先行するなど、「情報」ないし「ノイズ」生産において、企業側が発信する業績予想の重要性が高まっている可能性がある。こうした中、あるときは強気、あるときは弱気というように、企業経営者が当初の真の予想値から乖離した「ノイズ」を提供することにより、株価は影響を受けるかも知れない。また、予想が自己実現的に企業経営に組み込まれ、当初ノイズであったものが「情報」となってしまうかも知れない。一方、真の「情報」を提供する頻度を増加させることにより、市場の注目を高め、

株式の流動性を高めるかも知れない。

このように、業績予想の開示は何らかの形で企業業績や株価にも影響を与えると考えられるが、業績予想の開示を伴う IR 戦略を企業の財務戦略に有機的に組み込むためにはさらなる調査が必要である。特に、継続的に高株価を維持するための IR 戦略が果たして存在しうるか否かについては慎重な吟味が必要である。

また、仮に企業が適時開示する業績予想がノイズではなく、アナリストの作成する予測より早く作成され正確な「情報」として開示され続けるならば、今後、証券アナリストの存在意義や業務形態にも影響が及ぶ可能性も考えられる。

今回のデータ観察は、わずか3社の大企業について行ったのみであるため、以上の問題意識に対する答えを出すには当然ながら十分な分析とはいえない。業種や企業規模、あるいは企業特性によって、たまたま特徴的な現象が確認できただけかも知れない。今後、企業の開示する業績予想の実態とその影響について、調査対象企業を拡げるとともに、業績予想項目の対象を拡げて調査することが筆者に与えられた課題である。

【参考文献】

- (1) Black, Fisher (1986) "Noise." *Journal of Finance* 41, pp.529-543.
- (2) Brealey, Richard A. and Myres, Stewart C. (2000), *PLINCIPLES OF CORPORATE FINANCE* 6th edition, McGraw-Hill (邦訳・藤井眞理子・国枝繁樹監訳『コーポレート・ファイナンス』、日経 BP 社)
- (3) Marcus, Bruce W. and Wallace, Sherwood Lee (1997), *New Dimensions in Investor Relations - Competing for Capital in the 21st Century*, John Wiley & Sons, Inc.
- (4) Tversky, Amos, and Kahneman, Daniel (1974), "Judgment under uncertainty: Heuristics and biases," *Science* 185, pp.1124-1131
- (5) 角田康夫 (2001) 『行動ファイナンス 金融市場と投資家心理のパズル』 金融財政事情研究会
- (6) 北川哲雄 (2000) 『アナリストのための企業分析と資本市場』 東洋経済新報社

- (7) 俊野雅司 (2003) 「行動ファイナンスの有効性」『証券アナリストジャーナル』
Vol.41 No.2
- (8) 吉村光威編著 (1994) 『ディスクロージャーが市場と経営を革新する』 中央経済
社